

---

## La Bourse de Lyon et les autres. Une première évaluation de la géographie des marchés financiers français au XIX<sup>e</sup> siècle

*The Lyon Stock Exchange and other French stock exchanges. An initial evaluation of the geography of French financial markets in the nineteenth century*

Jérémy Ducros et Angelo Riva

---



### Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/rei/6640>

DOI : 10.4000/rei.6640

ISSN : 1773-0198

### Éditeur

De Boeck Supérieur

### Édition imprimée

Date de publication : 15 décembre 2017

Pagination : 47-83

ISBN : 978-2-8073-9144-4

ISSN : 0154-3229

### Référence électronique

Jérémy Ducros et Angelo Riva, « La Bourse de Lyon et les autres. Une première évaluation de la géographie des marchés financiers français au XIX<sup>e</sup> siècle », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 160 | 4e trimestre 2017, mis en ligne le 15 décembre 2019, consulté le 04 janvier 2021. URL : <http://journals.openedition.org/rei/6640> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/rei.6640>

---

© Revue d'économie industrielle

# LA BOURSE DE LYON ET LES AUTRES. UNE PREMIÈRE ÉVALUATION DE LA GÉOGRAPHIE DES MARCHÉS FINANCIERS FRANÇAIS AU XIX<sup>E</sup> SIÈCLE<sup>1</sup>

Jérémy Ducros, EHESS, École d'Économie de Paris  
et Institut d'histoire économique Paul Bairoch à l'Université de Genève  
jeremy.ducros@psemail.eu  
Angelo Riva, European Business School – Paris et École d'Économie de Paris  
angelo.riva@ebs-paris.com

 **Mots clés :** bourses, France, XIX<sup>e</sup> siècle, Bourse de Lyon, Bourse de Paris, Coulisse, géographie, compétition.

 **Keywords:** stock exchanges, France, nineteenth century, Lyon Stock Exchange, Paris Stock Exchange, Coulisse, geography, competition.

*« Envisagés individuellement et même tous ensemble, ces marchés régionaux sont si petits en comparaison du gigantesque marché parisien ; ils se rattachent à lui par des liens si étroits, qu'ils semblent au premier abord se confondre avec lui, tels des satellites noyés dans le rayonnement de l'astre qu'ils accompagnent. Mais, quand on y regarde de plus près, on s'aperçoit bien vite que les marchés régionaux ne sont pas seulement des satellites du marché parisien. Bien qu'ils collaborent activement avec lui, ils vivent cependant d'une vie propre qui mérite par elle-même de retenir l'attention et ils jouent dans notre vie économique nationale, un rôle particulier, un rôle original dont l'importance ne saurait se mesurer au chiffre relativement restreint de leurs opérations. »*

Brocard (1912, p. 104)

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient les organisateurs et les participants du Colloque « Les relations entre la finance et l'industrie » (Lyon, 17 et 18 octobre 2013) ainsi que les responsables et les rapporteurs anonymes de ce numéro spécial pour leur commentaires sur des version précédentes de cet article. Les auteurs remercient également Elisa Grandi, Pierre-Cyrille Hautcoeur, Raphael Hekimian, Stefano Ungaro et Eugene White.

# 1. INTRODUCTION

Dans la vision des régulateurs européens, les marchés financiers sont appelés à jouer un rôle crucial dans le financement des entreprises, notamment des petites et moyennes entreprises (PME). Mises à mal par la crise, les banques ont réduit leurs bilans et les crédits. Elles ont ainsi rationné les crédits aux entreprises, et notamment aux PME, considérées plus risquées que les autres. Si la régulation bancaire « Bâle III » pouvait rendre les banques plus solides, elle réduirait de façon permanente – du moins selon certains observateurs – les crédits bancaires à ces entreprises.

C'est pourquoi l'Union européenne met en œuvre des actions telles que la *Capital Market Union* pour faciliter l'accès des entreprises, en particulier des PME, au marché des capitaux. Selon l'analyse dominante et retenue par l'Union européenne, les PME, et parmi celles-ci notamment les jeunes pousses innovantes, sont aujourd'hui tenues à l'écart des marchés financiers par les asymétries d'information et les coûts indirects de cotation. D'une part, les investisseurs n'achèteraient pas les titres de ces entreprises à cause de l'absence d'un historique crédible de leurs performances et d'une communication abondante, qui les rendrait plus risquées que les grandes sociétés. D'autre part, les PME, et *a fortiori* les plus jeunes d'entre elles, seraient particulièrement sensibles aux coûts indirects de cotation, c'est-à-dire aux coûts que les entreprises doivent supporter pour satisfaire aux obligations légales de transparence et communication. L'équilibre entre les exigences contradictoires des investisseurs (davantage d'information) et des entreprises (moins de coûts liés à la transparence) est difficile à déterminer (Revest et Sapio, 2012 ; Lagneau-Ymonet et al., 2014).

Dans le cadre de ce débat, la possibilité de rouvrir des Bourses régionales a fait son apparition au sein de l'espace public, que ce soit en Grande-Bretagne avec la proposition de Vince Cable en 2010 ou encore lors des discussions autour de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, dite « loi Macron », de 2015 en France. Elle a été d'ailleurs expérimentée, à Lyon, entre 2013 et 2016 avec l'association Place d'Échange. L'idée procède d'une volonté de pallier les plus faibles obligations de communication d'information codifiée (*hard information*), demandées aux entreprises, en vue d'alléger les coûts indirects de cotation par la proximité géographique et sociale des investisseurs (*soft information*).

L'histoire représente un laboratoire d'exception pour étudier ces questions. Au cours du XIX<sup>e</sup> et XX<sup>e</sup> siècles, six, puis sept bourses régionales ont existé en France. Dans cet article, nous proposons pour la première fois une vision synoptique de la géographie des marchés financiers français en mesurant le nombre de sociétés cotées sur ces différents marchés entre 1871 et 1913, une période de fort développement financier (Rajan et Zingales, 2003). Nous réalisons une première interprétation de ce nouveau tableau en étudiant l'organisation et la régulation des marchés financiers. L'étude se concentre sur la Bourse de Lyon, la plus importante place régionale française, et ses interactions avec les deux marchés de la capitale, la Bourse de Paris et le marché de gré à gré appelé Coulisse. La récente classification et l'ouverture des archives des Bourses de Paris et de Lyon permettent de contextualiser nos données (Lagneau-Ymonet et Riva, 2010a ; Riva, 2012a).

L'organisation et la régulation des marchés financiers affectent l'accès des entreprises, et notamment des PME, à ces derniers (Coffee, 1995). Selon une vaste littérature, la formation d'un marché unique serait le résultat optimal et naturel de la concurrence entre marchés financiers. Les émetteurs devraient se concentrer sur un marché unique en raison des économies d'échelle et d'envergure qui caractérisent les activités financières ainsi que des externalités positives liées notamment à la liquidité. Selon ces modèles, les émetteurs souhaitent ouvrir le capital pour diversifier le risque et ensuite bénéficier de la liquidité qui en réduit le coût : diversification et liquidité seraient en effet maximales sur un marché unique. Pourtant, les asymétries d'information et le fait que le coût monétaire d'admission n'est pas le seul critère de choix des émetteurs quant à la place de cotation freinent la centralisation (voir Madhavan, 2000 ; Coffee, 2002a ; Biais *et al.*, 2005 ; Gomber *et al.*, 2017, pour une revue de littérature).

Les marchés périphériques peuvent donc continuer à exister à cause de la perte d'information liée à la distance. Un niveau suffisant de transparence est une condition nécessaire à l'émergence d'un marché : des investisseurs, même locaux, hésiteraient à opérer sans connaître les conditions de formation des prix sur un marché opaque. Pourtant, même si les marchés périphériques étaient relativement transparents, les investisseurs distants auraient des difficultés à évaluer les actifs locaux car ils connaissent mal la qualité de la gestion des entreprises locales et les caractères des économies qui les entourent. L'observation de la qualité de la gestion est, de plus, particulièrement difficile pour les PME qui ne disposent pas des moyens pour

(ou ne souhaitent pas) communiquer aux investisseurs. Même s'ils sont cotés sur la place centrale, les investisseurs refuseraient d'acheter les titres de sociétés éloignées car ils seraient conscients de leur déficit d'information vis-à-vis des investisseurs locaux (Gordon et Bovenberg, 1996 ; Gehrig, 2000). Les asymétries d'information ne sont pas constantes dans le temps : si la mise en place de nouvelles technologies de l'information peut les atténuer en facilitant la transmission entre centre et périphérie, d'autres innovations technologiques peuvent compenser cet effet car elles provoquent la création de nouvelles entreprises dans des secteurs nouveaux et difficilement évaluables par les investisseurs (White, 2013).

Par ailleurs, le choix de la place de cotation est déterminé par l'entreprise et la bourse. L'admission à la cote dépend du risque idiosyncratique de la société, des préférences de ses dirigeants et des critères d'admission à la cote de la bourse. Selon les tenants de la « *bonding hypothesis* », les sociétés souhaitent se faire coter sur les bourses les plus sévères en termes d'obligations de communication pour montrer leur robustesse et attirer ainsi des investisseurs. En revanche, d'autres entreprises pourraient souhaiter limiter la communication et se faire ainsi coter sur des bourses moins sévères de telle sorte que les agents initiés puissent bénéficier d'un avantage informationnel et des profits privés liés au contrôle et/ou à la négociation. Si le premier comportement prévaut, alors le marché le plus transparent deviendra dominant ; en revanche, si le deuxième comportement l'emporte, le marché le plus opaque remportera la mise. En réalité, l'observation suggère que les entreprises matures, c'est-à-dire les grandes entreprises caractérisées par un risque modeste, sont attirées par des bourses avec des critères d'admission sévères tandis que les entreprises risquées, jeunes et/ou petites se dirigent vers des bourses avec des critères d'admission à la cote moins exigeants (Coffee, 2002b).

Les contraintes de capacité d'une bourse peuvent, en outre, jouer un rôle important dans la géographie des marchés financiers. Ces contraintes sont déterminées principalement par le nombre de *traders* admis aux négociations. Si la bourse admet un nombre de négociateurs limité, elle peut restreindre l'admission à sa cote pour se concentrer sur les titres qui génèrent les volumes les plus importants et donc les gains les plus élevés pour les négociateurs, à savoir les titres d'émetteurs les plus grands et les moins risqués. L'admission massive de sociétés amènerait, d'une part, à une prise de risque excessive et, d'autre part, à la congestion du marché (Davis et al., 2007).

Si la théorie laisse le débat ouvert, l'histoire récente des marchés nationaux pour PME, des Nouveaux Marchés aux marchés « Alter », est plutôt décevante avec la remarquable exception de l'Alternative Investment Market, géré par le London Stock Exchange. Ce marché, à la différence de ses homologues, tels qu'Alternext de la Bourse de Paris, prospère car il a ouvert sa cote non seulement aux PME, « innovantes » ou non, mais aussi à des grosses capitalisations qui, à Paris, figureraient dans le CAC40 (Lagneau-Ymonet *et al.*, 2014, Revest et Sapio, 2014).

L'histoire des marchés régionaux demeure largement inexplorée en France comme à l'étranger. Dans le cas français, au-delà de rares travaux récents, il n'est possible de s'appuyer que sur des ouvrages datés, qui ne se fondent pas sur des sources primaires (voir Riva, 2012a ; Ducros et Riva, 2014, pour une revue de littérature). Certes, Paris a largement dominé le marché financier français, mais ces zones d'ombre négligent, d'une part, des pans importants des relations financières qui régissent le capitalisme régional (Mastin, 2007) et empêchent, d'autre part, de saisir l'évolution des modalités de coopération et compétition entre les places régionales et la place financière centrale qui renseignent sur la structure d'un système financier et son fonctionnement dans le temps (Allen et Gale, 2000).

Cet article ambitionne de jeter les bases de cette histoire comparée des places françaises<sup>2</sup>. Nous montrons que la géographie des marchés financiers demeure relativement stable entre 1871 et 1913 : si l'on se fonde sur le nombre d'entreprises domestiques cotées, le développement de Paris ne s'est pas fait au détriment des bourses régionales, où Lyon joue un rôle prépondérant. Pourtant, cette relative stabilité est le résultat d'une dynamique institutionnelle façonnée par les relations de concurrence entre places et les changements dans la régulation et l'organisation des bourses. Cette dynamique a un impact crucial sur le fonctionnement des marchés ainsi que sur les possibilités de mesure et d'interprétation de ce fonctionnement. Le reste de l'article est organisé de la manière suivante. La section 2 propose une vue d'ensemble des bourses françaises envisagées comme places de cotation et introduit les défis méthodologiques posés par

2 Nous ne considérons ici, outre les deux bourses parisiennes, le Parquet et la Coulisse, que les bourses régionales établies durablement autour d'un parquet de négociation sur la période étudiée. Ainsi, nous écartons de l'analyse la Bourse de Nice, dont le parquet, instauré en 1881, est victime du krach de 1882 et disparaît en 1887 et la Bourse de Nancy, créée après la Première Guerre mondiale.

les sources boursières. Les sections 3, 4 et 5 discutent les grandes évolutions de la Bourse de Lyon, la plus importante place régionale, dans ses relations avec la place financière de Paris, respectivement pour les périodes 1840-1870, 1871-1893 et 1894-1913. La section 6 conclut.

## 2. LA GÉOGRAPHIE DES MARCHÉS FINANCIERS FRANÇAIS

Le nombre de sociétés cotées est un indicateur majeur de l'attractivité d'une bourse pour les entreprises. Le tableau 1 donne pour la première fois une vision synoptique de la distribution des sociétés françaises cotées de 1871 à 1913 sur les places régionales et celle de Paris, elle-même construite autour des relations de concurrence et coopération entre les deux marchés qui l'animent, la Bourse officielle et le marché de gré à gré appelé la Coulisse (Hautcœur et Riva, 2012). En comparaison, fin 2015, Euronext-Paris (cote officielle et Alternext) cotait 665 sociétés françaises dont 525 PME-ETI. Sur ces 525 entreprises, seulement 175 sont cotées sur Alternext, le marché consacré aux PME (Observatoire du financement des entreprises par le marché 2015, p. 10).

Notre dénombrement diffère de celui présenté par d'autres auteurs. Selon Bozio (2002), le nombre total de sociétés françaises cotées en 1900 et 1913 est, respectivement, de 760 et 1197, si l'on inclut, comme nous le faisons, les cotations multiples. Cet auteur dénombre les entreprises cotées à la Bourse de Paris, de Lille et en Coulisse et propose une estimation pour les autres<sup>3</sup>. Suivant Rajan et Zingales (2003), le nombre de sociétés domestiques cotées en France en 1913 s'élève à 555. Selon Hautcœur (1994), qui reprend les données publiées dans les actes du Congrès mondial des valeurs mobilières tenu à Paris en juin 1900, le nombre de sociétés cotées sur les places de Paris (marché officiel et Coulisse), Lyon et Lille est de 643 (respectivement 310, 106, 145 et 80 sociétés). Pour Denuc (1939), 720 sociétés françaises sont cotées à Paris (marché officiel et Coulisse) en 1911. À titre de comparaison,

3 Pour 1900, Bozio (2002) dénombre 281 sociétés cotées pour la Bourse de Paris, 91 pour Lille, 188 pour la Coulisse ; pour 1913, respectivement, 490, 122 et 285. Il estime le stock d'entreprises cotées sur les autres places à 200 en 1900 et à 300 en 1913.

les estimations du stock de sociétés « cotables »<sup>4</sup> existantes en France en 1910 varient entre 12 606 (11 363 sociétés anonymes et 1243 sociétés en commandite par actions) pour Hannah (2015) et 15 792 sociétés anonymes selon Bozio (2002), tandis qu'en 1898 une enquête gouvernementale indique que le nombre de sociétés anonymes est de 3624 (Ministère des Finances, 1901).

Il peut sembler étrange que le dénombrement des sociétés cotées puisse donner lieu à une telle divergence. Pourtant, ce recensement présente des nombreux défis que seule une étude d'envergure peut relever. Il s'agit, premièrement, d'une question de sources : les cotes boursières, qui publient les données sur les titres, et les annuaires, qui informent sur les émetteurs. Si l'état des sources est satisfaisant pour les marchés parisiens, les sources régionales sont bien plus rares et moins renseignées. En particulier, les annuaires sont ponctuels et les séries des cotes souvent incomplètes et dispersées. À notre connaissance, les seules séries de cotes régionales centralisées et à peu près complètes pour la période que nous étudions sont celles rassemblées par le Service d'études économiques et financières (SEEF) du Crédit lyonnais, aujourd'hui déposées à l'Institut de hautes études internationales et du développement (IHEID) à Genève. À défaut, il faut se contenter de sources secondaires qui citent des chiffres souvent sans expliciter la méthodologie de calcul sous-jacente ou bien des journaux qui souvent se concentrent exclusivement sur les titres les plus liquides de chaque bourse.

Deuxièmement, la définition d'une entreprise domestique peut donner lieu à débat. Faut-il retenir les sociétés ayant leur siège en France, indépendamment de leur lieu d'exploitation et de leur actionnariat ? La réponse dépend du type d'étude envisagé, mais, une nouvelle fois, des informations supplémentaires sont nécessaires pour effectuer la distinction. Dans son étude des émissions d'actions sur le marché officiel parisien, Hautcœur (1994) ne considère que les entreprises ayant leur siège et exploitant en France métropolitaine. La restriction concernant l'exploitation se fonde sur une lecture de la notice relative à l'activité de l'entreprise, publiée par les annuaires. Bozio (2002), quant à lui, se concentre sur les sociétés ayant

---

4 À la fois les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions peuvent être cotées. Les sociétés civiles représentent une portion congrue des entreprises cotées, concentrées dans le secteur des mines, et décroissante dans le temps. Les sociétés doivent être « légalement » constituées, c'est-à-dire satisfaire les critères prévus par le Code de commerce.



leur siège en France dans le but de calculer la capitalisation boursière des entreprises nationales.

Troisièmement, le concept de société cotée lui-même pose des questions. D'abord, dans quelle mesure les entreprises dont les titres sont négociés sur le marché de gré à gré peuvent être considérées comme négociées « en bourse » ? *Quid* des entreprises dont les titres sont négociés, à la Belle Époque, sur les segments non officiels des bourses officielles, appelés « deuxième partie de la cote » ? Encore une fois, la réponse dépend du type d'étude envisagée, mais encore une quantité importante d'information est alors nécessaire pour faire la part des choses. Par ailleurs, la question de la « multi-cotation » surgit : comment traiter les titres cotés simultanément sur plusieurs bourses ? Étant donné leurs objectifs, Hautcœur (1994) et Bozio (2002) décident d'éliminer les multi-cotations de leur analyse, mais alors la question de la détermination de la Bourse à laquelle attribuer le titre se pose et celle relative à la comparaison des bourses demeure ouverte<sup>5</sup>.

Notre objectif est de proposer un premier aperçu de la géographie des marchés financiers français par une comparaison des bourses et d'appréhender l'impact de leur régulation et organisation sur les cotations, plutôt que de mener une étude macroéconomique sur le financement de l'économie ou le développement financier comme Hautcœur (1994) ou Bozio (2002). En conséquence, le tableau 1 recense les entreprises ayant leur siège en France, dont les titres sont négociés sur les segments officiels et non officiels des bourses et du marché de gré à gré, en incluant les doubles cotations (si une société est cotée en même temps sur deux ou plusieurs bourses, elle apparaît pour chacune d'entre elles) afin de rendre compte du poids absolu et relatif de chaque bourse. Les données du tableau 1 représentent certes une avancée significative par rapport à l'état de l'art mais, si les données sur

5 Différents critères sont possibles : la liquidité (le titre est attribué à la Bourse qui enregistre les volumes les plus élevés de négociations sur ce titre), l'actionnariat (le titre est attribué à la Bourse située dans la « région » – concept qui reste à définir – où se concentre l'actionnariat), ou l'ancienneté de cotation (le titre est attribué à la Bourse où il a été introduit en premier), mais encore une fois, il faut disposer des données supplémentaires pour trancher. Dans le cas de multi-cotation entre la Bourse de Paris et les autres, Hautcœur (1994) attribue systématiquement le titre à la première en supposant que celle-ci a une liquidité supérieure aux bourses régionales, en suivant en cela les pratiques de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. Pour trancher la cotation sur les deux bourses régionales qu'il analyse, à défaut de données précises, Hautcœur (1994) donne de façon arbitraire la priorité à Lille sur Lyon.

la Bourse de Paris sont très fiables, les autres sont sujettes à caution : elles sont en grande partie le résultat de travaux en cours et visent à susciter de nouvelles recherches plutôt que de prétendre constituer un résultat définitif (la méthode de relevé ainsi que les questions liées aux sources consultées sont détaillées dans l'annexe 1).

Selon nos calculs, le stock de sociétés cotées sur les différentes bourses est multiplié par plus de quatre entre 1871 et 1913. Si l'on ne considère que les entreprises admises aux cotes officielles, c'est-à-dire en excluant les sociétés cotées sur les segments non officiels des bourses, le nombre de sociétés cotées n'est multiplié « que » 2,4 fois, soit une progression similaire à celle du PIB selon les estimations de Lévy-Leboyer et Bourguignon (1985). La répartition en pourcentage entre Paris et les places de province dans leur ensemble conserve le même ordre de grandeur : le développement de Paris ne semble donc pas se faire au détriment des places régionales, selon cette métrique du moins. L'année 1880 constitue une exception : la part de la place de Paris, tirée par le nombre de sociétés cotées sur le marché officiel, atteint deux tiers du total. Au cours des autres années considérées, elle gravite autour de 50 % avec une tendance à la baisse entre 1890 et 1913. En ce qui concerne les places régionales, la Bourse de Lyon domine largement les autres, quelle que soit l'année considérée. En 1913, elle enregistre même une part de marché proche au niveau national de celle de la Bourse de Paris. En revanche, lorsque l'on exclut les entreprises admises à la deuxième partie de la cote, les parts de marché de la bourse lyonnaise diminuent fortement et deviennent similaires à celles de la Bourse de Lille.

Si l'on considère le marché financier français dans son ensemble, la période qui enregistre la plus forte progression est celle allant de 1890 à 1900. La possibilité d'instituer des segments non officiels dans les bourses officielles à partir de 1892 contribue à expliquer ce phénomène, de même que la fin de la « longue stagnation » vers le milieu de cette décennie. Les cotes officielles de Lille et Marseille connaissent également une progression remarquable alors que le poids de ces segments non officiels sur ces deux places demeure inconnu. Les données à notre disposition indiquent qu'à Lyon, la deuxième partie de la cote joue déjà un rôle significatif en 1900, alors qu'à Toulouse, elle ne change pas la donne. C'est le signe de l'importance des organisations pour le fonctionnement des marchés et notamment des usages que les acteurs en font. Seule l'histoire longue racontée par les archives peut rendre compte de ces phénomènes.

**Tableau 1.** Nombre et distribution des sociétés françaises cotées, 1871-1913

Bourse/Année (ca)	1871	1880	1890	1900	1913
(1) Paris	162 43%	267 48%	282 42%	504 43%	587 35%
(2) Coullisse	29 8 %	103 19 %	112 17 %	118 10 %	236 14 %
(1+2) Paris, place financière	191 50 %	370 67 %	394 59 %	622 53 %	823 49 %
(3) Lyon	58	80	115	<b>210</b>	<b>505</b>
% total	15 %	14 %	17 %	18 %	30 %
% province	31 %	43 %	42 %	39 %	59 %
(4) Bordeaux	59 16 %	na na	52 8 %	67 6 %	65 4 %
(5) Lille	22 6 %	46 8 %	56 8 %	99 8 %	129 8 %
(6) Marseille	40 11 %	51 9 %	52 8 %	<b>98</b> 8 %	111 7 %
(7) Toulouse	10 3 %	9 2 %	na na	<b>28</b> 2 %	na na
(8) Nantes	na na	na na	na na	41 4 %	43 3 %
(3 à 8) Places régionales	189 50 %	186 33 %	275 41 %	543 47 %	853 51 %
Total bourses françaises	380	556	669	1165	1676

Sources : Pour la Bourse de Paris et Coullisse, Équipement d'Excellence Data for Financial History (Equipex DFIH), École d'Économie de Paris, Hautcœur et Riva (2016). Pour les places régionales, Équipement d'Excellence Data for Financial History (Equipex DFIH), École d'Économie de Paris, Hautcœur et Riva (2016), crédits : Jérémy Ducros.

Légende : « na » désigne les cas où nous n'avons pas pu retrouver de cote officielle pour la bourse considérée à la date indiquée. Par exemple, la première cote officielle disponible pour la Bourse de Nantes date du 15 février 1902. Les pourcentages se réfèrent au total de sociétés cotées sur les bourses françaises sauf si indiqué différemment. Les cellules en gras somment le nombre d'entreprises cotées à la cote officielle et à la deuxième partie de la cote. Les entreprises françaises admises à la deuxième partie de la cote sont 236 en 1900 et 222 en 1913 à Paris ; 34 en 1900 et 382 en 1913 à Lyon ; 6 en 1900 à Toulouse ; 14 en 1900 à Marseille. Les données se réfèrent au 31 décembre de chaque année sauf pour la Coullisse en 1871 (18/12) et 1900 (02/01/1899), la Bourse de Bordeaux en 1871 (30/12) et 1890 (30/12/1893), la Bourse de Lille en 1871 (30/12) et 1900 (29/12), la Bourse de Lyon en 1871 (30/12), 1890 (30/12), 1900 (29/12) et 1913 (27/12), la Bourse de Marseille pour 1871 (30/12), la Bourse de Toulouse en 1900 (27/12) et la Bourse de Nantes en 1900 (15/02/1902). Une décomposition sectorielle des valeurs cotées sur ces différents marchés est disponible dans la thèse, en cours de finalisation, de Jérémy Ducros.

### 3. LES VALEURS COTÉES EN BOURSE AUTOUR DE L'INSTAURATION DU PARQUET LYONNAIS, 1840-1870

Notre analyse de la géographie financière française débute avec les premières instaurations de parquets de négociation en province. Un parquet est un espace de négociation délimité où les transactions sont effectuées à la criée par un nombre d'agents de change fixé par la loi pour chaque bourse, au cours d'un laps de temps défini, en présence d'un public d'investisseurs. Avant la création des parquets, les opérations étaient menées, soit de manière bilatérale par les agents de change et éventuellement en public, soit à haute voix en multilatéral mais en présence des seuls agents de change. La mise en place des parquets vise donc à accroître la transparence des transactions: il est en effet désormais possible, à tout investisseur, d'observer le processus de découverte des prix et les quantités échangées. Cette étape décisive dans le développement des bourses régionales réduit les asymétries d'information puisqu'elle rend publique et canalise une information auparavant, d'accès difficile, voire privée, et permet ainsi, par sa diffusion, d'attirer davantage d'investisseurs, et donc d'émetteurs. Les premiers parquets de négociation en province apparaissent de manière concomitante à Lyon, Bordeaux et Marseille respectivement en 1845, 1846 et 1847, ce qui permet de comparer leurs effets sur le nombre d'entreprises cotées. Nous nous concentrons dans cette section sur les Bourses de Lyon et de Bordeaux, seules places régionales pour lesquelles nous disposons d'au moins une cote officielle dans les années 1840. Nous pouvons ainsi la comparer aux cotes publiées par la presse locale pour s'assurer de la complétude de cette dernière.

Si quelques valeurs industrielles à Lyon sont échangées dès les années 1820, notamment les actions des compagnies des ponts sur le Rhône, c'est essentiellement grâce à la rente française que se développent les transactions sur valeurs mobilières à partir des années 1830. La diffusion des rentes sur les places bordelaise et lyonnaise donne naissance à la « spéculation », expression par laquelle les contemporains désignent les opérations à terme. Désireuses d'encadrer ces pratiques risquées, les Compagnies des agents de change (CAC), les corporations qui réunissent les agents de change d'une place, décident de se doter de nouveau règlement régissant les transactions sur les valeurs mobilières : en 1832 à Lyon et en 1835 à Bordeaux.

L'information sur les prix de la rente cotés dans la capitale, le principal marché français de ce titre, devient cruciale pour les opérateurs locaux. L'asymétrie d'information entre Paris et les places régionales d'une part, et entre opérateurs locaux de l'autre, peut porter atteinte au développement du marché. En l'absence d'une procédure centralisée, certains opérateurs profitent d'un système de courriers extraordinaires qui leur permet de connaître les cours parisiens avant l'arrivée de la poste. Pourtant, une fois la poste arrivée en ville, la distribution du courrier crée de nouvelles asymétries: le courrier est distribué d'abord à certains opérateurs qui ont le temps de profiter de l'information en bourse. C'est pourquoi la CAC lyonnaise demande à la Chambre de commerce, sans succès, que l'administration postale lui délivre pour affichage en Bourse le courrier avec les cours de Paris avant d'entamer la distribution du courrier. En 1833 une délégation d'agents locaux rend visite aux confrères parisiens pour obtenir un envoi particulier et quotidien de la cote parisienne et discuter la possibilité de mettre en œuvre un télégraphe (Romey, 2007, p. 68).

Le développement des échanges sur titres fournit aux agents de change de nouveaux débouchés. En effet, la négociation de lettres de change est alors soumise à la concurrence des établissements bancaires et des maisons d'es-compte (Desgraves et Dupeux, 1969 ; Gille, 1970). Malgré les réticences initiales de certains acteurs locaux sur ces deux places, ces nouveaux intermédiaires s'affirment et les agents de change s'orientent progressivement vers les valeurs mobilières. Face à ce développement des échanges et afin de diffuser l'information sur les transactions, une cote est publiée par les agents de change deux fois par semaine à Bordeaux dès 1823 et à Lyon dès 1832. La liquidité de la rente se reverse sur d'autres secteurs : plusieurs valeurs, dans l'immense majorité issues de l'industrie locale, sont échangées sur les marchés lyonnais et bordelais. Caractéristique commune à ces deux marchés, les actions des compagnies des ponts, bateaux et canaux occupent une place prépondérante. Avant l'instauration des parquets, ce secteur représente respectivement 32 % et 72 % des sociétés cotées. En outre, respectivement quatre (Lyon) et cinq (Bordeaux) des dix plus importantes capitalisations boursières sont le fait de sociétés de ponts, bateaux et canaux. Si l'on suit Cayez (1977, pp. 410-414), le développement des sociétés de ponts à Lyon commence dans les années 1820, mais se concrétise surtout au cours des années 1830. Cette industrie représente le double avantage d'être à la fois rémunératrice, grâce à un système de concession et de péage, et peu risquée car peu sensible à la conjoncture économique.

Autre secteur industriel fortement représenté à Lyon dès les années 1840 et tout au long du XIX<sup>e</sup> siècle : celui du gaz. En 1845, il représente près de la moitié des sociétés cotées. La ville de Lyon apparaît pourtant en retard dans ce secteur au début des années 1830, puisqu'elle ne compte aucune entreprise d'éclairage par le gaz. En l'espace d'une décennie, cette activité se développe donc fortement. La constitution de la société d'éclairage par le gaz de la ville de Lyon en 1834 marque un premier pas. Suit rapidement la création en 1838 des compagnies d'éclairage par le gaz pour la Guillotière et pour Vaise. Cayez (1977, p. 421) évoque une « véritable "mania" gazière qui s'empara alors des capitalistes lyonnais ». Ces derniers lancent nombre de sociétés pour l'éclairage des villes, situées notamment dans le Sud-Est de la France, mais également à l'étranger, essentiellement en Espagne et en Italie (figure 1). Et lorsqu'ils ne fondent pas eux-mêmes une société, il est fréquent que l'on fasse appel à leur expertise. Finalement, il apparaît que près de 82 sociétés gazières sont créées avec l'aide des Lyonnais entre 1840 et la fin des années 1870. La Bourse de Lyon accompagne ce mouvement en facilitant les émissions et en offrant de la liquidité aux titres de ces compagnies : les émissions d'actions représentent 25,4 millions de francs au cours de la décennie 1840 et respectivement 6,2 millions, 4,2 millions et 3,3 millions de francs pendant les décennies 1850, 1860 et 1870<sup>6</sup>. Le capital social des compagnies gazières cotées à Lyon est relativement modeste : en 1843, il atteint en moyenne près de 885 000 francs et un montant total de 6,2 millions de francs<sup>7</sup>. La valeur nominale de chaque titre est inférieure à 1 000 francs, norme habituelle pour les autres secteurs, voire même à 500 francs, ce qui participe à la diffusion de ces titres.

Témoin de la proximité entre le secteur gazier et la CAC lyonnaise, des agents de change participent directement à la création d'entreprises gazières et figurent parmi les actionnaires initiaux. La Chambre syndicale, l'organe directeur de la CAC, intervient en février 1841 afin de faire cesser ces pratiques : en tant qu'officiers ministériels chargés de l'intermédiation boursière, les agents de change ne pouvaient ainsi engager leur responsabilité financière ni fournir une caution « officielle » à

6 Calculs des auteurs à partir des *Annuaire boursiers* de Bonzon (1891, 1893, 1895, 1899, 1901).

7 Calculs des auteurs à partir des informations publiées sur la cote reproduite dans *Le Télégraphe* du 16 août 1843.

l'entreprise<sup>8</sup>. L'activité boursière est telle sur ces valeurs que les agents de change tiennent une petite bourse au *Café Grand*, en dehors des séances au Palais Saint-Pierre pour traiter des ordres supplémentaires (Genevet, 1890, p. 262). Le développement des échanges entraîne, dans la seconde moitié de l'année 1841, une réorganisation de la cote et l'introduction en bourse de plusieurs compagnies. Enfin, la cote est désormais publiée trois fois par semaine (Genevet, 1890, pp. 261-263) pour renseigner plus fréquemment les investisseurs sur la marche des affaires.

Le secteur de la métallurgie et des mines est le troisième plus important en termes de valeurs cotées à Lyon en 1845. Il s'agit essentiellement de valeurs locales appartenant au bassin houiller de la Loire, au premier rang desquelles figure la Compagnie générale de la Loire. La première capitalisation boursière est, d'ailleurs, à cette époque, l'œuvre de la Compagnie des fonderies et forges de la Loire et de l'Ardèche. Alors que les cotes parisiennes, lyonnaise et bordelaise comptent approximativement le même nombre de sociétés cotées<sup>9</sup> et que les cotes parisiennes sont dominées au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle par les entreprises bancaires et d'assurance, celles-ci ne représentent qu'un faible poids à Lyon et à Bordeaux.

Malgré ce développement des affaires, l'activité des agents de change demeure largement confidentielle, car confinée dans leurs cabinets particuliers, d'où le fait que des investisseurs se font parfois surprendre par des variations fortes et défavorables des prix. Afin de rendre transparent le processus de fixation des prix et d'animer davantage le marché, les agents de change de province demandent à plusieurs reprises l'autorisation d'ériger un parquet, à l'image de la Bourse de Paris. Les Chambres de commerce, et donc par ricochet le pouvoir exécutif, craignent que l'instauration d'un parquet ne vienne développer le « jeu » sur les titres, c'est-à-dire les transactions à terme. À Lyon, la Chambre de commerce redoute par ailleurs que le parquet ne détourne les « capitaux de leur véritable destination » (Genevet, 1890, p. 191), à savoir l'escompte d'effets commerciaux, instrument de financement notamment de l'industrie soyeuse, alors dominante en ville. Après de longues luttes, le développement des

8 Archives départementales du Rhône (ADR), CAC Lyon, PV CS 23 et 24 février 1841.

9 Plus précisément, en 1845, on comptait 66, 77 et 63 entreprises cotées respectivement aux parquets de Paris, Lyon et Bordeaux.

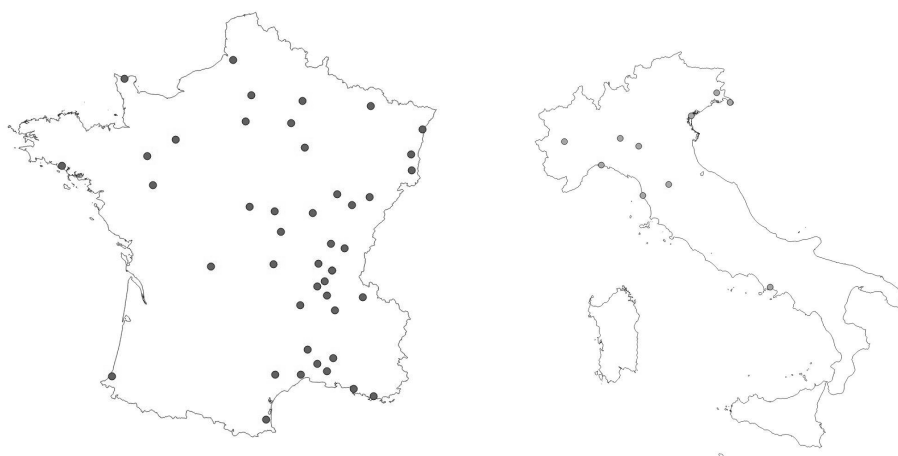
transactions sur les valeurs mobilières l'emporte sur les oppositions : Lyon et Bordeaux obtiennent finalement la possibilité d'ériger un parquet au sein de la Bourse, respectivement en 1845 et 1846.

Dès lors, la publication des cotes officielles à Lyon et Bordeaux devient journalière : l'instauration des parquets non seulement permet aux investisseurs d'observer le processus de découverte des prix mais aussi aux agents de change de collecter plus facilement l'information sur les transactions effectuées qui peut ainsi être publiée sur la cote et diffusée. La nouvelle transparence pré- et post-transactionnelle attire tant à Lyon qu'à Bordeaux des investisseurs et des émetteurs, en particulier des chemins de fer. Sont alors échangées sur ces deux marchés certaines valeurs de la Bourse de Paris : chemins de fer d'Avignon à Marseille, de Paris à Orléans, de Paris à Rouen, etc. S'il ne s'agit que d'une poignée d'entreprises au total, leur capitalisation boursière atteint plusieurs dizaines de millions de francs : les Bourses de Bordeaux et de Lyon changent de dimension. Les exemples lyonnais et bordelais sont suivis par Marseille, Toulouse, Lille et Nantes. Ces villes obtiennent également l'autorisation d'ériger un parquet, respectivement en 1847, 1852, 1861 et 1868. Les actions des chemins de fer et des mines sont parmi les plus échangées à Marseille (Gontard, 1985, pp. 54-63). Le marché lillois est, quant à lui, très largement dominé par les charbonnages (Lambert-Dansette, 1961 ; Petit-Konczyk, 2004).

À Lyon, au cours de la décennie 1860, la cote officielle est dominée sensiblement par les mêmes secteurs qu'auparavant (mines, métallurgie et gaz), même si en termes de capitalisation les chemins de fer l'emportent. Pourtant, la réorganisation du secteur gazier et l'évolution du tissu économique induisent des changements. Le recul du nombre de valeurs gazières s'explique, en partie, par le phénomène de rapprochement entre les sociétés, auquel œuvrent notamment deux spécialistes lyonnais de l'industrie du gaz, Émile Vautier et, plus tard, Prosper de Lachomette (Cayez et Chassagne, 2006, Notice Paul-Émile Vautier, pp. 279-282). Comme le secteur gazier, celui des ponts, canaux et bateaux diminue en pourcentage des entreprises cotées lorsque les secteurs financier et métallurgique s'étoffent. À cette époque, le métier des agents de change est définitivement tourné vers les valeurs mobilières. Dans son témoignage à l'enquête sur le régime du courtage en 1864, Arlès-Dufour affirme que les agents de change lyonnais « ont abandonné le change » et laissent le traitement du papier commercial à des courtiers non officiels.



**Figure 1.** Localisation du lieu d'exploitation des compagnies gazières lyonnaises cotées à la Bourse de Lyon en 1848



Source : *Le Salut Public*, 22 mars 1848.

Notes : Seules les compagnies du gaz de Baden et de Valence (Espagne) ne sont pas représentées sur ces cartes.

## 4. LA BOURSE DE LYON ENTRE DÉVELOPPEMENT ET CRISE, 1871-1893

Au cours des années 1870, le nombre de sociétés cotées dans les bourses françaises commence à augmenter significativement. La plus forte progression est sans conteste celle de la Coulisse : le nombre de sociétés françaises y est multiplié par 5, faisant passer la Coulisse d'un marché très spécialisé dans la banque et l'assurance, à un marché diversifié accueillant des entreprises minières ou encore des valeurs diverses<sup>10</sup>. Ainsi, la place financière parisienne, tirée notamment par le secteur bancaire, voit son poids augmenter de 50 à 67 %. La domination de Lyon au sein des bourses de province est renforcée : en 1880, près de 43 % des sociétés cotées en province le sont à Lyon.

<sup>10</sup> Si les banques et assurances négociées à la Coulisse augmentent sur la période, leur poids relatif diminue. Une nouvelle fois, nous ne considérons ici que les sociétés françaises.

La loi du 24 juillet 1867 a facilité la création des sociétés anonymes, en libéralisant leur fondation, c'est-à-dire en supprimant l'autorisation préalable du Conseil d'État. Cette loi attribue ainsi indirectement de nouvelles responsabilités aux Chambres syndicales en matière d'admission à la cote. Avant juillet 1867, les Chambres syndicales se contentaient, dans le cas de sociétés anonymes françaises, de vérifier l'autorisation du Conseil d'État avant de les admettre en bourse. Après cette date, elles deviennent « maîtresses de la cote » selon l'expression consacrée et sont souveraines dans la décision d'admission ou non de ces sociétés. Elles sont notamment chargées de vérifier la légalité de la création de l'entreprise et le respect du Code quant à sa gestion. Le règlement de la Bourse de Paris de 1870 indique que la « Chambre syndicale, sous l'autorité du ministre des Finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur [...] Elle se fait remettre, à cet effet, toutes les pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires » (art. 155). Les pièces communiquées par l'entreprise font alors l'objet d'une analyse et d'un rapport détaillé présenté à la Chambre syndicale par l'un de ses membres. Ces nouvelles communications à l'introduction et pendant toute la vie boursière d'une société représentent pourtant une diminution des coûts indirects de cotation pour les sociétés anonymes confrontées auparavant aux longueurs du Conseil d'État. Cette nouvelle configuration réglementaire contribue à expliquer l'augmentation du nombre de sociétés cotées entre 1870 et 1880.

Marché de gré à gré, la Coulisserie ne dispose pas, à cette époque, de critères d'admission à la cote. Si un opérateur trouvait une contrepartie, il pouvait négocier les titres de n'importe quel émetteur. Après avoir atteint un certain niveau de liquidité, les prix des transactions sur un titre étaient reportés dans la presse financière et donc portés à la connaissance du public. Pourtant, la plus grande partie de l'activité de la Coulisserie était illicite car elle portait sur les titres admis à la cote officielle de la Bourse de Paris dont les agents de change avaient le monopole légal (Hautcœur et Riva, 2012). L'essor enregistré pour la Coulisserie pendant les années 1870 se fonde sur le rôle crucial qu'elle a joué lors du placement des emprunts de 1871 et 1873. À cette occasion, le gouvernement français avait émis en deux tranches des titres publics pour un montant de cinq milliards de francs (environ 25 % du PIB de l'époque) pour payer les indemnités de guerre à l'Allemagne victorieuse. La Coulisserie, grâce à la flexibilité des opérations à terme et à primes qu'elle pratiquait, avait assuré le succès des émissions : elle avait « porté » ces titres jusqu'à leur classement dans les portefeuilles des épargnants. La

légitimation politique obtenue et la très grande liquidité développée sur ce marché ont assuré la réputation et les externalités nécessaires au déclenchement de l'essor et de la diversification des années 1870.

Sur les autres bourses, l'augmentation du nombre de titres cotés ne bénéficie pas à tous les secteurs de la même manière. Le lancement du Plan Freycinet provoque une vague d'investissements que la création de nombreux établissements bancaires contribue à financer (Le Bris, 2012). À leur tour, ces établissements s'adressent à la bourse pour lever les capitaux nécessaires. La Bourse de Paris capte la plupart de ce mouvement notamment à cause de la localisation sur la place parisienne de la haute banque, à l'origine de plusieurs établissements bancaires. La Bourse de Lyon participe activement à cette dynamique notamment grâce à l'installation sur cette place de l'Union générale, promotrice de nombreuses banques et sociétés. Les banques et les assurances représentent en 1880 un titre sur cinq à la Bourse de Lyon, ce qui en fait le second secteur de la cote. L'Union générale introduit souvent les titres de ces nouvelles entreprises à Paris et Lyon pour leur conférer davantage de liquidité grâce à l'arbitrage facilité par la mise en œuvre d'une ligne télégraphique directe entre les deux bourses en 1880, et à l'hétérogénéité des organisations : tout en demeurant, à la différence de la Coulisserie, une bourse officielle où les cours cotés avaient une valeur légale, la Bourse de Lyon permettait aux opérateurs d'accomplir des opérations, notamment à terme et à primes, interdites à Paris. Malgré l'afflux de titres bancaires, le marché lyonnais est l'un des plus diversifiés en province. D'autres bourses régionales, qui perdent des parts de marché, sont en revanche très spécialisées : à Lille, sont principalement cotés les charbonnages du Nord et certaines banques locales ; à Toulouse, ce sont les chemins de fer et les actions de banques et assurances.

La crise financière de 1882, déclenchée par la faillite de l'Union générale, devenue rapidement l'une des plus importantes banques françaises, est la plus sévère de l'histoire financière française (Le Bris, 2010, à paraître). Elle provoque la désagrégation de la Coulisserie et le *collapse* des Bourses de Paris et Lyon. La Bourse de Paris fait l'objet d'une opération de sauvetage orchestrée par le ministère des Finances et la Banque de France alors que la Bourse de Lyon est contrainte de fermer ses portes. Cette dernière trouvera sur place les ressources nécessaires à sa refondation. Les autres bourses de province, bien que durement frappées, ne connaissent pas les mêmes déboires de la Bourse lyonnaise (Bouvier, 1960 ; White, 2007 ; Ducros et Riva, 2014). La

crise affecte l'économie réelle. Si l'on suit les estimations de Lévy-Leboyer et Bourguignon (1985), le PIB français ne retrouve son niveau de 1882 qu'en 1898. L'évolution du nombre d'entreprises cotées sur les différentes places entre 1880 et 1890 est la conséquence des dynamiques économiques et institutionnelles que la crise engendre. Le poids de la place financière de Paris baisse, malgré une faible augmentation du nombre absolu de sociétés cotées. La part des bourses de province se consolide alors que celle de Lyon demeure relativement stable.

La Bourse de Paris décide de durcir les critères d'admission à la cote des sociétés, notamment françaises. Après 1867, la Chambre syndicale est devenue maîtresse de la cote, mais aussi responsable de ses actes de contrôle vis-à-vis des investisseurs. L'arrêt de la Cour de cassation du 4 décembre 1877 inscrit ce principe dans la jurisprudence<sup>11</sup>. La crise financière et économique provoque la faillite de nombreuses sociétés cotées et les syndicats des faillites intentent des procès à la CAC de Paris à la fois pour engager sa responsabilité et pour obtenir les noms des actionnaires au porteur que les agents de change ne peuvent retrouver qu'au prix de recherches très coûteuses sur leurs livres<sup>12</sup>. Pour limiter les risques juridiques, la Bourse de Paris opte alors pour la « rigueur » et la « sévérité » dans l'admission des sociétés. Par ailleurs, en 1886, après consultations des syndicats de faillite, la Bourse de Paris élimine de sa cote toutes les entreprises en liquidation qui ne distribueront plus de dividendes aux créanciers<sup>13</sup>.

La Coullisse, quant à elle, trouve à l'étranger l'aliment qui lui permet de s'épanouir<sup>14</sup> et de devenir entre la fin des années 1880 et le début des

11 La Chambre syndicale de la Bourse de Paris a été condamnée à indemniser les porteurs de bons hypothécaires de la Compagnie du chemin de fer Memphis-El-Paso pour avoir admis ces valeurs à la cote sans avoir au préalable effectué toutes les vérifications nécessaires et pour avoir ainsi contrevenu à deux prescriptions formelles du décret du 22 mai 1858, alors en vigueur (Waldmann, 1888 ; Siegfried et Lévy, 1890).

12 À cette époque, le capital social d'une société était rarement entièrement versé. C'est pourquoi, en cas de faillite, les actionnaires demeuraient débiteurs du capital non versé.

13 Centre des archives économiques et financières (CAEF), CAC Paris, PV AG, 20 décembre 1886 et 19 décembre 1887.

14 Le nombre de titres étrangers (actions et obligations publiques et privées) négociés à la Coullisse augmente de 65 % entre 1880 et 1890 alors que le nombre de titres français n'augmente, lui, que de 11 %. Aussi, à la Bourse de Paris, le nombre de titres étrangers

années 1890 le principal marché français (Hautcœur et al., 2010). Son activité est particulièrement concentrée sur les grandes valeurs, par exemple les obligations ottomanes et russes, objet d'arbitrage international et d'une concurrence exacerbée avec la Bourse de Paris. Pour gagner cette concurrence, la Coulisserie s'appuie aussi sur la Bourse de Lyon dont les horaires sont aménagés pour faciliter les arbitrages avant l'ouverture et après la clôture de la Bourse de Paris et dont les règlements souples permettent aux coulisseries de ne pas être limités dans leurs pratiques (Ducros et Riva, 2014).

Particulièrement éprouvée par le krach de 1882, la Bourse de Lyon se restaure progressivement par l'activité que la Coulisserie lui fournit : le trafic sur les deux fils télégraphiques posés en 1880 et reliant directement le Palais Brongniart à Paris et le Palais du commerce à Lyon est régulièrement encombré. Ce n'est que par manque de fonds que la Chambre syndicale de Lyon ne peut pas satisfaire en 1888 la demande des opérateurs d'en installer un troisième. Bientôt, le téléphone est utilisé au cours des séances de bourse<sup>15</sup>. Les technologies de l'information sont déployées au service de l'arbitrage entre Paris et Lyon sur les grandes valeurs, souvent internationales, et véhiculent ainsi une information relativement simple comme les prix en vue d'opérations d'arbitrage et les ordres de bourse correspondants. Elles ne provoquent pas une centralisation des émetteurs sur la place parisienne comme il serait possible de s'attendre par l'effet d'une diminution des asymétries d'information. Au contraire, l'activité d'arbitrage facilitée par la technologie permet à la Bourse de Lyon de revivre et demeurer un instrument utile aux investisseurs et émetteurs locaux. En ce qui concerne les entreprises françaises, la physionomie générale de la cote officielle lyonnaise ne change pas : seul le recul du secteur bancaire, mis à rude épreuve par la crise de 1882, est à signaler. Pourtant, les externalités nées de l'arbitrage rejaillissent sur les autres classes d'actifs. Lyon maintient ainsi sa part de marché dans la cotation d'entreprises françaises et introduit à sa cote des entreprises « nouvelles », comme celles de tramways.

À la suite de la crise de 1882, les pouvoirs publics légalisent en 1885 les opérations à terme jusque-là interdites par la loi mais très largement pratiquées.

---

augmente plus rapidement que celui des titres français, mais en proportion bien moindre, respectivement 30 % et 12 % (Hautcœur et al., 2010).

15 L'installation d'une cabine téléphonique au sein du Palais du Commerce est ainsi discutée dès 1889 (ADR, CAC Lyon, PV CS, 20 avril 1889 et 5 juillet 1889).

La légalisation de ces opérations supprime l'obstacle qui avait bloqué pendant presque 80 ans l'approbation du règlement d'administration publique sur les opérations de bourse, annoncé par le Code de commerce de 1807. Ce règlement d'administration publique pose les bases juridiques de l'homologation par le gouvernement des règlements des bourses françaises, elle-même prévue par le Code (Lagneau-Ymonet et Riva, 2017).

**Tableau 2.** Titres d'établissements bancaires cotés officiellement à Lyon, fin 1880

Segment	Nom	Cap. boursière	Coté à Paris?
Terme	Crédit mobilier	54,4	Oui
Terme	Crédit lyonnais	204	Oui
Terme	Union Générale	96,5	Oui
Terme	Banque hypothécaire de Paris	n.a.	Non
Terme	Société Générale Française de crédit	9,1	Oui
	<i>Total</i>	364,0	
Comptant	Banque de France	671,6	Oui
Comptant	Comptoir lyonnais	8,9	Non
Comptant	Comptoir d'escompte de Lyon	2,4	Non
Comptant	Société lyonnaise de dépôts et de comptes courants	56,4	Non
Comptant	Société stéphanoise de dépôts et comptes courants et de crédit industriel	20,6	Non
Comptant	Banque de prêts à l'industrie	7,0	Oui
	<i>Total</i>	766,9	

Sources : *Cote officielle de la Compagnie des agents de change près la Bourse de Lyon*, 31 décembre 1880 et *Cours authentique et officiel de la Bourse de Paris*, 31 décembre 1880.

Notes : La capitalisation boursière, exprimée en millions de francs courants, est calculée à partir des cours lyonnais du 31 décembre 1880.

Échaudé par les excès de la crise, le gouvernement vise à réguler plus strictement les bourses françaises. Après avoir négocié avec la CAC de la capitale le règlement de la Bourse de Paris, le ministère des Finances invite les bourses régionales à s'y conformer. L'enjeu est de taille. L'homogénéisation des règlements particuliers ferait perdre à ces dernières les spécificités qui représentent l'un de leurs avantages comparatifs. C'est pourquoi les bourses régionales tentent de résister, mais le ministère se révèle inflexible et refuse l'homologation des règlements qui ne se conforment pas au

parisien<sup>16</sup>. La CAC de Lyon en adopte certaines dispositions. Pourtant, son projet de règlement est rejeté à quatre reprises par le ministère à cause des écarts vis-à-vis du texte parisien. La CAC de Lyon n'hésite pas à mobiliser le président de la Chambre et député du Rhône Aynard pour qu'il intervienne en sa faveur auprès du ministre. Celui-ci insiste et envoie des demandes de modifications précises. Il homologuera le règlement seulement si « la chambre syndicale [n']accepte pleinement [s]es observations ». En mai 1892, le ministère oblige ainsi la Compagnie lyonnaise à modifier non seulement l'organisation de sa bourse, mais aussi les usages de place qui ne sont plus compatibles avec le nouveau règlement<sup>17</sup>. L'homogénéisation normative des organisations boursières devrait favoriser la centralisation de l'activité boursière sur la place principale, Paris. Pourtant, le décret de 1890 ouvre de nouvelles possibilités aux bourses de province quant à l'admission d'entreprises françaises.

L'article 80 du décret impose aux bourses de créer des segments non officiels, la deuxième partie de la cote, où devraient figurer « les valeurs non comprises dans la partie officielle » car elles ne génèrent pas « suffisamment de transactions ». Dans l'esprit du gouvernement, il s'agit de mettre en place une sorte de « junior market » avec des critères d'admission plus souples, tels qu'aujourd'hui Alternext à Paris et l'Alternative Investment Market à Londres, pour faciliter l'accès de PME au marché en réduisant les coûts indirects de cotation. La CAC de Paris y voit le moyen de concurrencer la Coulisse. Selon l'interprétation du dispositif juridique que la CAC de Paris donne, les agents de change sont libres de faire coter sur ce segment toutes les valeurs « négociables » au sens de valeurs émises selon les formalités légales prévues, par des entreprises légalement constituées. En préparation de son ouverture, le 5 mai 1892, la Chambre syndicale demande d'examiner toutes les entreprises cotées sur les bourses régionales et en Coulisse à son « Bureau de renseignement » qui constituerait ainsi des listes de valeurs susceptibles d'être négociées sur ce segment, après avoir collecté les informations nécessaires. Pourtant, très rapidement, des « valeurs plus ou moins suspectes » apparaissent à la deuxième partie de la cote et des

16 La correspondance relative aux règlements particuliers de 1892 est conservée au CAEF : Direction du Mouvement général des fonds, B-64899, B-64900, B-64902, B-64905 et B-64906.

17 ADR, CAC Lyon, PV CS, 20 janvier 1891, 21 février 1891, 6 juillet 1891, 30 décembre 1891, 31 décembre 1891, 15 janvier 1892, 19 février 1892 et 6 mai 1892.

« abus » dans la cotation des prix sont enregistrés. D'une part, le Bureau de renseignement a du mal à collecter les informations sur le respect des formalités légales par les sociétés, même au prix d'un travail titanesque, et peut encore plus difficilement savoir si la réalité de l'entreprise correspond aux déclarations. C'est pourquoi la CAC de Paris décide, dès janvier 1893, de soumettre les valeurs demandant l'admission à la deuxième partie de la cote aux procédures suivies pour l'admission à la cote officielle et invite celles déjà admises à s'y conformer sous peine de radiation<sup>18</sup>.

D'autre part, la liquidité de ces titres est faible : « plusieurs mois s'écoulant entre deux transactions », il n'est pas possible à l'agent de change de se rendre compte de la « sincérité » du cours de la valeur au moment où il doit la négocier, d'où la cotation de « cours fantaisistes » permettant à des promoteurs sans scrupule jouant sur les asymétries d'information, de placer des titres nouveaux à des cours déconnectés de la réalité de l'entreprise ou d'obtenir des avances importantes auprès de banquiers<sup>19</sup>. Par ailleurs, la gestion de la deuxième partie de la cote est coûteuse pour la Compagnie : des coteurs et des commis sont spécialement affectés à ces titres qui rapportent peu en courtages. Ces éléments réduisent d'autant le flux potentiel d'admissions à la deuxième partie de la cote parisienne et laissent aux bourses régionales une réserve d'activité.

## 5. LA BELLE ÉPOQUE DES COTATIONS RÉGIONALES, 1894-1913

La Belle Époque est caractérisée par une extension des cotes officielles. Le nombre de sociétés cotées dans les bourses françaises augmente de façon importante. Le retournement de la conjoncture économique vers la moitié des années 1890, la concentration des capitaux nécessaire pour saisir les opportunités de la deuxième révolution industrielle et la relative stabilité

18 La Chambre syndicale fait une exception pour les titres qui étaient admis à la première partie de la cote et qu'elle a rétrocedés à la deuxième partie à cause de la faible liquidité, à savoir ceux qui n'ont pas enregistré de transactions pendant les trois premiers mois de 1892 (CAEF, CAC Paris, PV CS, 18 mars 1892).

19 CAEF, Direction générale des fonds, B-64895, Note « Décret du 7 octobre 1890. Suppression du 2<sup>e</sup> paragraphe de l'article 80 et par conséquent de la 2<sup>e</sup> partie du Bulletin de la cote ».



financière française en sont les principales causes économiques. Pourtant, les dynamiques compétitives et organisationnelles ainsi que l'usage du droit de la part des acteurs jouent un rôle clé. Ces facteurs freinent la centralisation de la cotation de sociétés cotées à Paris, que le déploiement des technologies de la communication aurait dû accélérer. En effet, la part des deux marchés de la place financière de Paris recule, l'augmentation du nombre de sociétés cotées y étant plus lente en moyenne que sur les autres marchés, et notamment sur celui de Lyon, dont l'importance s'accroît considérablement entre 1900 et 1913, tant au niveau national qu'au niveau régional.

En juin 1893, une réforme réglementaire supprime le monopole des agents de change sur les titres admis à leur cote, monopole sur lequel, jusque-là, les coulissiers empiètent de façon illégale. À la suite de cette réforme, la Coulisserie, libre désormais de négocier en toute légalité les titres cotés à la Bourse de Paris, connaît un développement marqué dont la place de Lyon bénéficie malgré l'homogénéisation des règlements de mai 1892. Fin 1895, la Coulisserie subit de plein fouet la crise des mines d'or qui laisse la Bourse de Paris intacte. Le gouvernement impose alors en 1898 une réforme qui restaure et protège le monopole des agents de change. En même temps, la Coulisserie est obligée de se formaliser et mettre en place des critères d'admission des titres à son marché. Cette réorganisation limite fortement l'activité de la Coulisserie et freine l'augmentation du nombre de titres cotés sur son marché. La crise de 1895 et la réforme de 1898 frappent par ricochet la Bourse de Lyon qui perd ainsi son « meilleur client » (Hautcœur et al., 2010 ; Ducros et Riva, 2014).

Peu après la réforme de 1898, la Bourse de Paris demande explicitement au gouvernement de pouvoir supprimer la deuxième partie de la cote pour se concentrer sur les valeurs liquides et rentables : la réforme de 1898 a multiplié par deux les volumes négociés à la Bourse de Paris dans l'espace de quelques mois (Lagneau-Ymonet et Riva, 2017) ; malgré les facilités mises en place, il devient de plus en plus difficile pour les agents de change parisiens de gérer ces volumes et s'occuper aussi des PME. Le gouvernement s'y oppose<sup>20</sup>. Pourtant, les pertes d'information liées à la distance et les contraintes de capacité amènent la Bourse de Paris à ne plus mener de politique active de développement de ce segment et même à refuser

<sup>20</sup> CAEF, CAC Paris, PV CS, 13 juillet 1898.

l'admission de certaines sociétés sur l'argument que la plupart des actionnaires résident en province.

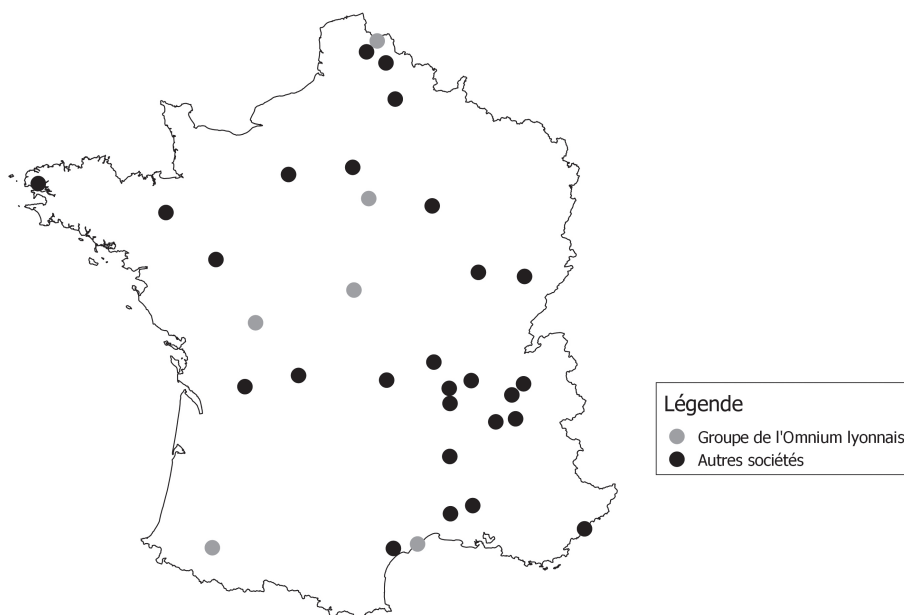
La Bourse de Lyon profite de ce désengagement progressif de la Bourse de Paris. Dès les années 1890, la politique d'admission à la cote officielle et non officielle de sociétés françaises constitue déjà un outil de développement pour le marché lyonnais qui accompagne ses entrepreneurs dans des secteurs innovants. Pour ces secteurs, les difficultés d'évaluation des perspectives d'une nouvelle activité renforcent le rôle des réseaux locaux dans la transmission d'une information complexe et incertaine. En 1899, près de 50 compagnies de tramways sont cotées à Lyon. 42 d'entre elles sont issues directement du capitalisme local et exploitent des tramways répartis sur tout le territoire français (figure 2). L'Omnium lyonnais de chemins de fer et tramways, définitivement constitué en janvier 1896, y joue un rôle de premier plan : en acquérant la Société nouvelle d'électricité, il récupère sept concessions de tramways, réparties dans toute la France. Cet intérêt des investisseurs locaux pour les tramways constitue une situation unique en France : le capital, en valeur nominale, investi dans les compagnies lyonnaises entre 1890 et 1904 cotées à la Bourse de Lyon atteint près de 150 millions de francs. Les marchés nantais et parisiens accueillent également des sociétés de tramways à leur cote, mais pour une bonne partie d'entre elles, il s'agit de valeurs précédemment introduites sur le marché lyonnais. Quant aux autres marchés régionaux, ils n'admettent qu'entre une et trois sociétés de tramways, généralement les sociétés créées pour exploiter le réseau de la ville siège de la Bourse.

Pourtant, cela n'arrête pas « l'appauvrissement progressif [du] marché » de Lyon<sup>21</sup> : à partir de 1898, les volumes négociés, notamment à terme, sur les grandes valeurs sont de plus en plus centralisés à la Bourse de Paris. Pour tirer son épingle du jeu, la Bourse de Lyon élabore à partir de 1900 une stratégie nouvelle fondée sur une politique volontariste d'admission à la deuxième partie de la cote qui avait suivi jusque-là la doctrine parisienne de 1893. Elle vise les entreprises locales qui demeurent en dehors du champ d'intérêt de la Bourse de Paris et des établissements de crédit dont les coûts fixes liés à leur réseau ne sont pas couverts par les commissions générées

21 Selon les termes du Syndic de la CAC de Lyon lors de l'Assemblée générale de fin 1903 (ADR, CAC Lyon, PV AG, 22 décembre 1903).

sur ces émissions. Les émissions de valeurs locales constituent dès lors le « réduit imprenable » des banquiers locaux (Brocard, 1912, p. 122).

**Figure 2.** Lieu d'exploitation des sociétés lyonnaises de tramways cotées à la Bourse de Lyon en 1899



Source : Bonzon (1899).

Champ : Entreprises de tramways cotées à la Bourse de Lyon en 1899 et créées par des capitalistes lyonnais.

Abel Waldmann, nommé agent de change en 1895, montre l'intérêt de la nouvelle stratégie et en élabore les bases légales. Dernier rejeton d'une famille d'agents de change lyonnais<sup>22</sup>, il soutient une thèse de doctorat en droit publiée en 1888 (Waldmann, 1888). Dans sa thèse, Waldmann développe une théorie fondée sur une interprétation originale de l'article 76 du Code de commerce, suivant laquelle l'admission d'une valeur à la cote officielle, et *a fortiori* à la deuxième partie de la cote, est prérogative exclusive de l'agent de change, et non de la Chambre syndicale. Le décret de

<sup>22</sup> Émile Waldmann, son grand-père, a été agent de change à Lyon entre 1859 et 1881, puis à nouveau entre 1882 et 1886. Entre 1881 et 1882, la charge a été dirigée par Maurice, le fils aîné d'Émile, balayé par la crise.

1890 a clairement statué que l'admission à la cote officielle est une prérogative des Chambres syndicales, mais Waldmann tente à maintes reprises de faire accepter sa théorie pour la deuxième partie de la cote. La Chambre syndicale de Lyon refuse de s'y conformer, soutenue par sa consœur parisienne, à laquelle la première a soumis la question pour bénéficier de l'avis de ses juristes. Pourtant, les idées de Waldmann arrivent à convaincre ses confrères qui y voient des opportunités nouvelles de profit et l'élisent ainsi largement en 1899 à la Chambre syndicale où il acquiert très rapidement une autorité incontestée par sa maîtrise des dossiers et son savoir juridique. La position de Waldmann prévaut désormais au sein de la Bourse lyonnaise.

En novembre 1900, la Chambre syndicale acte « une application plus ample et en même temps plus exacte » de l'article 80 du décret de 1890 instituant la deuxième partie de la cote afin de permettre aux agents de change d'exercer le droit prévu par l'article 76 du Code de commerce, tout en veillant à ce que les agents respectent la loi de 1867 sur les sociétés anonymes. La Chambre syndicale invite tous les agents lyonnais à lui faire parvenir les pièces attestant de la négociabilité des titres qu'ils ont eu l'occasion de négocier ou qui font partie des portefeuilles de leur clientèle. Entre mars et avril 1901, la Chambre syndicale inscrit ainsi 82 sociétés à la deuxième partie de la cote. Bien qu'elle fonde son argument sur des bases juridiques différentes que sa consœur parisienne, la Chambre syndicale de Lyon adopte le système en vigueur à Paris en 1892. L'insertion dans réseaux locaux, avec notamment leurs liens avec la banque locale, permet aux agents lyonnais d'obtenir des informations plus fiables et au moindre coût. Dès 1892, les demandes d'admission à la cote et notamment à la deuxième sont de plus en plus fréquemment présentées par des banques et banquiers locaux. Un réseau, ample et consolidé, de correspondants renseigne sur les valeurs locales d'autres régions (Brocard, 1912, p. 138). La proximité de banquiers et entrepreneurs permet aux agents lyonnais de surmonter plus facilement les asymétries d'information que leurs confrères de Paris, malgré la diffusion des technologies de la communication.

Le déploiement des téléphones ne provoque pas, en effet, une centralisation accrue de la cotation des sociétés françaises, les contraintes de capacité de la Bourse de Paris y jouant. Au début du XX<sup>e</sup> siècle, les communications téléphoniques entre Paris et Lyon sont presque exclusivement monopolisées par les opérateurs de bourse, notamment à la mi-journée au cours de

la séance de bourse. Certains agents de change disposent à eux seuls de plus de 35 lignes téléphoniques. Encore une fois, ces technologies sont utilisées notamment pour la transmission d'informations simples telles que les prix des grandes valeurs en vue d'opérations d'arbitrage et les ordres de bourses sur ces valeurs. La transmission d'information complexe comme celle relative à la constitution et à la gestion d'entreprises circule mieux à travers les réseaux locaux, notamment si ces entreprises opèrent dans des secteurs innovants pour lesquelles une expertise se forme localement. Ces réseaux locaux expliquent aussi sans doute pourquoi la « *bonding hypothesis* » ne semble pas vérifiée à Lyon : les entreprises ne semblent pas se priver d'utiliser la deuxième partie de la cote, malgré des critères d'admission plus faibles que la cote officielle. Les signaux semblent ici être fournis aux investisseurs davantage par les réseaux que par la cotation sur un segment de marché aux critères d'admission plus sévères tel que la cote officielle.

De même, les coûts directs de cotations ne semblent pas jouer un rôle important. Sur les marchés parisiens et lyonnais, l'admission à la cote et le maintien à la cote sont gratuits au début du XX<sup>e</sup> siècle. Certains marchés régionaux prélèvent des frais que ce soit lors de l'admission ou annuellement, mais les montants demeurent très faibles. Par exemple, la Bourse de Toulouse demande 20 francs par an aux entreprises cotées. À Marseille, les frais d'examen du dossier d'admission s'élèvent au maximum à 1500 francs, soit une somme très faible au regard des montants en jeu. Les coûts indirects de cotation semblent jouer davantage.

En février 1907, la Chambre syndicale décide d'exercer un contrôle plus formel sur les admissions à la deuxième partie de la cote à cause de la « précipitation avec laquelle les sociétés demandent l'inscription de leurs titres » : la forte conjoncture économique provoque la création de nombre d'entreprises qui se pressent de demander la cotation en raison de la période de *hot market*<sup>23</sup>. Si l'augmentation des contrôles de 1907 et la correspondante augmentation des coûts indirects de cotation pour les entreprises réduisent le flux d'admissions, elles ne bloquent pas les introductions en bourse à Lyon où le nombre d'entreprises cotées est multiplié par deux entre 1900 et 1913. La Bourse de Lyon renforce ainsi son rôle de marché régional français prédominant.

---

23 ADR, CAC Lyon, PV CS, 11 février 1907.

La plupart des secteurs voient le nombre d'entreprises cotées augmenter. Si des secteurs plus traditionnels, tels que l'industrie minière et métallurgique, voient leur importance relative décliner, des secteurs nouveaux tels que l'électricité et la chimie multiplient par deux leur poids dans la cote lyonnaise entre 1900 et 1913 et atteignent ensemble 14 % des entreprises cotées. Aucun marché français ne porte à sa cote, ni en termes absolus ni relatifs, une quantité aussi importante d'entreprises de ces secteurs innovants. La Bourse de Paris demeure dominée par les secteurs des banques et assurances, des chemins de fer, de la métallurgie et des mines, chacun avec une part comprise entre 15 % et 20 % des entreprises cotées. La Coulisserie et la Bourse de Lille accueillent encore en 1913 un secteur minier et métallurgique conséquent (respectivement environ 40 % et 47 % des sociétés cotées) où notamment les valeurs minières sont majoritaires. Le secteur des banques et assurances est toujours prépondérant à Bordeaux et Marseille, où le secteur traditionnel des ponts et canaux passe, en revanche, de 21 % à 9 % des entreprises cotées.

Par ailleurs, pour tous les marchés, les entreprises « diverses » voient leur part augmenter considérablement entre 1900 et 1913. À cette date, elles représentent près du tiers de la cote lyonnaise. Au sein de ce secteur, les sous-secteurs qui progressent le plus sont le secteur automobile, l'industrie alimentaire, notamment brassicole, et les valeurs coloniales. Lyon dispose d'une longue tradition en matière automobile, comme le rappellent Angleraud et Pellissier (2003). Certains ateliers sont d'abord spécialisés dans la construction du cycle avant de développer une activité automobile. La cote officielle de la Bourse de Lyon accompagne l'essor de cette industrie, également présente autour de Saint-Étienne. Par exemple, dès le début de l'année 1901, les actions de Rochet-Schneider sont cotées officiellement. Témoin de cette réussite, certaines actions d'entreprises automobiles lyonnaises sont ensuite cotées également en Coulisserie à Paris, par exemple les Automobiles Rochet-Schneider ou encore les Automobiles Charron, Girardot et Voigt.

La diversification de la cote lyonnaise ne concerne pas seulement les secteurs, mais également les régions géographiques : sur la période 1898 à 1914, un tiers des sociétés cotées à la Bourse de Lyon sont « locales »<sup>24</sup>, sans avoir leur siège dans la région Rhône-Alpes (Ducros et Riva 2014). Toujours

24 Ici nous définissons une entreprise comme « locale » si ses titres ne sont pas cotés à la Bourse de Paris.

dans la première décennie du XX<sup>e</sup> siècle, de plus en plus de sociétés coloniales accèdent à la cote officielle. Les investisseurs lyonnais s'engagent ainsi dans des affaires commerciales avec Madagascar (Jacob, 1971) et en Indochine, affaires que l'on retrouve à la Bourse de Lyon avec des titres de sociétés ayant pour but d'exploiter les mines de Madagascar ou encore de développer les relations commerciales avec Madagascar et l'Indochine. On trouve enfin des sociétés immobilières d'Algérie, du Maroc et de Tunisie.

## 6. CONCLUSION

Le financement des entreprises, notamment des PME et des jeunes pousses, est un sujet au cœur des politiques européennes. L'Union européenne mise sur les institutions de marché pour relâcher la contrainte de financement qui, selon son analyse, bloque l'investissement et la création d'emplois. La récente crise financière a amené les banques à réduire leurs crédits et, selon certains observateurs, les régulations de Bâle III poseront des obstacles ultérieurs au financement par crédit bancaire. Probablement à cause de l'histoire récente plutôt décevante des marchés financiers pour PME tels que les Nouveaux Marchés et les marchés « Alter », le débat a fait resurgir l'idée de la création de bourses régionales, fermées au nom des vertus de la centralisation boursière. L'histoire financière peut enrichir ce débat. Dans la France de 1913, 1676 entreprises françaises étaient cotées (en incluant les doubles cotations) et environ la moitié, notamment des PME, l'étaient sur les bourses régionales, contre un total de 665 entreprises françaises cotées sur Euronext, dont 525 PME-ETI, en 2015. Les bourses régionales, que ce soit en France ou ailleurs, ont une histoire longue, enracinée dans les « capitalismes régionaux ». Ces histoires représentent encore aujourd'hui des zones d'ombre que la recherche a juste commencé à éclaircir. Il s'agit d'une démarche nécessaire pour appréhender les dynamiques économiques et institutionnelles qui expliquent le développement des marchés.

Dans cet article, nous avons proposé une première évaluation de la géographie des marchés financiers français en nous focalisant sur le nombre d'entreprises françaises cotées sur chacun d'entre eux. Nous avons montré qu'en suivant cette métrique, les relations entre la place de Paris et celles de province prises dans leur ensemble demeurent relativement stables de 1871 à 1913 : le développement de la place de Paris ne s'est pas fait au détriment des places régionales. Au contraire, le développement

de la Coulisse pendant les années 1880 a entraîné celui de la Bourse de Lyon : les externalités de l'activité d'arbitrage entre la Bourse de Lyon et la Coulisse ont permis à la première de revivre et de maintenir son rôle dans la cotation d'entreprise. En outre, la période typiquement indiquée comme celle de plein rayonnement de la place financière de Paris, la Belle Époque, fait la part belle aux bourses de province, au moins en ce qui concerne la cotation de sociétés anonymes. Parmi les places régionales, la Bourse de Lyon acquiert un rôle prépondérant en doublant son poids à la fois au plan national et régional entre 1871 et 1913 pour atteindre respectivement 30 % et 59 % des parts de marché.

Nous avons montré que cette performance lyonnaise s'explique par des dynamiques économiques canalisées par un dispositif institutionnel – la deuxième partie de la cote – dont la Bourse de Lyon fait un usage spécifique. Cette pratique s'inscrit comme une réponse à la concurrence entre la place lyonnaise et la place parisienne qui attire une partie croissante des volumes sur les grandes valeurs à partir de 1898. Si les technologies de l'information semblent avoir facilité la centralisation de ces volumes, elles n'ont pas eu d'effet sur la centralisation des sociétés cotées : elles ont été utilisées notamment par la transmission entre Paris et Lyon d'information simples et instrumentales à l'arbitrage ; les informations complexes sur des sociétés petites et moyennes, notamment innovantes, semblent ainsi transiter par des réseaux locaux. Sans doute, la prédominance de ses réseaux explique aussi l'usage de la deuxième partie de la cote par les entreprises : les signaux aux investisseurs sont fournis par ces réseaux plutôt que par la cotation sur des segments de marché avec des critères d'admission sévères. La distance et les contraintes de capacité de la Bourse de Paris ont créé des opportunités qui ont été interprétées par les acteurs locaux et ont permis de construire institutionnellement et socialement la bourse lyonnaise. Les raisons de la cotation de ces entreprises et notamment les effets de ces cotations sur leur financement demeurent néanmoins des questions encore largement ouvertes auxquelles la recherche est appelée à répondre.

## RÉFÉRENCES

- ALLEN, F., GALE, D. (2000), *Comparing financial systems*, Cambridge, MIT Press.  
 ANGLERAUD, B., PELLISSIER, C. (2003), *Les dynasties lyonnaises. Des Morin-Pons aux Mérieux du XIX<sup>e</sup> siècle à nos jours*, Paris, Perrin.



- BIAIS, B., GLOSTEN, L., SPATT, C. (2005), « Market microstructure: A survey of micro-foundations, empirical results, and policy implications », *Journal of Financial Markets*, 8(2), 217-264.
- BLONDEL, S. (1997), « Les agents de change et la bourse de Bordeaux au XIX<sup>e</sup> siècle », *Études et documents*, IX, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière, pp. 241-318.
- BONZON, A. (1891-1901), *Manuel des sociétés par actions dont les titres se négocient plus spécialement sur le marché de Lyon*, 5 éditions, Lyon.
- BOUVIER, J. (1960), *Le krach de l'Union générale, 1878-1885*, Paris, Presses universitaires de France.
- BOZIO, A. (2002), « La capitalisation boursière en France au XX<sup>e</sup> siècle », mémoire de master, École d'économie de Paris.
- BROCARD, L. (1912), « Les marchés financiers de Province », in A. Aupetit, L. Brocard, J. Armagnac, G. Delamotte, G. Aubert (1912), *Les grands marchés financiers*, Paris, Félix Alcan.
- CAYEZ, P. (1979), *L'industrialisation lyonnaise au XIX<sup>e</sup> siècle : du grand commerce à la grande industrie*, service de reproduction des thèses, Université de Lille III, 2 vol.
- CAYEZ, P., CHASSAGNE, S. (2006), *Les patrons du Second Empire. Lyon et le Lyonnais*, Paris, Picard.
- COFFEE, J. (1995), « Competition Versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation », *The Business Lawyer*, 50(2), 447-484.
- COFFEE, J. (2002a), « Competition Among Securities Markets: A Path Dependent Perspective », *Columbia Law and Economics Working Paper*, No. 192.
- COFFEE, J. (2002b), « Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance », *Columbia Law Review*, 102, 1757-2324.
- CONSEIL D'ÉTAT (1864), *Enquête sur le régime du courtage*, Paris, Imprimerie impériale.
- DAVIS, L. E., NEAL, L., WHITE, E. (2007), « The highest price ever: the great NYSE seat sale of 1928-1929 and capacity constraints », *The Journal of Economic History*, 67(3), 705-739.
- DENUC, J. (1939), « La structure des entreprises », *Revue d'économie politique*, 53, janvier-février, 220-263.
- DESGRAVES, L., DUPEUX, G. (1969), *Bordeaux au XIX<sup>e</sup> siècle*, Bordeaux, Fédération historique du Sud-Ouest.
- DIRECTION GÉNÉRALE DE L'ENREGISTREMENT, DES DOMAINES ET DU TIMBRE (1901), « Les Sociétés françaises d'après leur objet », *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 49, 559-601.
- DUCROS, J., RIVA, A. (2014), « The Lyon Stock Exchange: A Struggle for Survival (1866-1914) », *Paris School of Economics Working Paper*, n° 2014-09.
- GEHRIG, T. (2000), « Cities and the Geography of Financial Centers », in J.-M. Huriot, J.-F. Thisse (eds.), *The Economics of Cities* (pp. 415-445), Cambridge, Cambridge University Press.
- GENEVET, A. (1890), *Compagnie des agents de change de Lyon. Histoire depuis les origines jusqu'à l'établissement du parquet en 1845*, Lyon, Pitrat.
- GILLE, B. (1970), « La Banque de Lyon », in *La Banque en France au XIX<sup>e</sup> siècle*, Genève, Droz (article initialement paru dans les *Cahiers d'histoire*, 5, 1960, 191-209).

- GOMBER, P., SAGADE, S., THEISSEN, E., WEBER, M. C., WESTHEIDE, C. (2017), « Competition Between Equity Markets: A Review of the Consolidation Versus Fragmentation Debate », *Journal of Economic Surveys*, 31(3), 792-814.
- GONTARD, M. (1985), *Les Agents de change et la Bourse de Marseille de 1800 à 1914*, Marseille, Imprimerie Robert.
- GORDON, R. H., BOVENBERG, A. L. (1996). « Why is capital so immobile internationally? Possible explanations and implications for capital income taxation », *American Economic Review*, 86(5), 1057-1075.
- HANNAH, L. (2015), « A global corporate census: publicly traded and close companies in 1910 », *The Economic History Review*, 68(2), 548-573.
- HAUTCŒUR, P.-C. (1994), *Le marché boursier et le financement des entreprises, 1890-1939*, Dissertation doctorale, Université de Paris I.
- HAUTCŒUR, P.-C., REZAEI A., RIVA, A. (2010), « How to regulate a financial market? The impact of the 1893-1898 regulatory reforms on the Paris Bourse », *PSE Working Papers*, 2010-01.
- HAUTCŒUR, P.-C., RIVA, A. (2012), « The Paris financial market in the nineteenth century: complementarities and competition in microstructures », *The Economic History Review*, 65(4), 1326-1353.
- JACOB, G. (1971), « Les intérêts économiques lyonnais à Madagascar de la conquête à la Première Guerre mondiale », *Bulletin du Centre Pierre Léon*, n° 4.
- LAGNEAU-YMONET, P., REZAEI A., RIVA, A. (2014), « Is the proof of the pudding in the eating? Comparaison entre l'Alternative Investment Market et Alternext », *Revue d'économie financière*, 2, 189-206.
- LAGNEAU-YMONET, P., RIVA, A. (2012), « Aux sources de l'histoire boursière : les archives de la Compagnie des Agents de Change de Paris », *Entreprises et histoire*, 58(1), 179-182.
- LAGNEAU-YMONET, P., RIVA, A. (2018), « Trading Forward: The Paris Bourse in the nineteenth century », *Business History*, 60(2), 257-280.
- LAMBERT-DANSETTE, J. (1961), « Une institution financière au service du développement régional : la compagnie des agents de change de Lille depuis sa création jusqu'au premier conflit mondial (1801-1914) », *Revue du Nord*, 43(170), avril-juin.
- LE BRIS, D. (2010), « Les krachs boursiers en France depuis 1854 », *Revue économique*, 61(3), 421-430.
- LE BRIS, D. (2012), « Les grands travaux du plan Freycinet : de la subvention à la dépression? », *Entreprises et histoire*, 69(4), 8-26.
- LE BRIS, D. (À PARAÎTRE), « What is a market crash? », *Economic History Review*.
- LEVY-LEBOYER, M., BOURGUIGNON, F. (1985), *L'économie française au XIX<sup>e</sup> siècle. Analyse macroéconomique*, Paris, Economica.
- MADHAVAN, A. (2000), « Market microstructure: A survey », *Journal of Financial Markets*, 3(3), 205-258.
- MASTIN, J.-L. (2007), *Capitalisme régional et financement de l'industrie, région lilloise, 1850-1914*, thèse de doctorat, Université de Lille 3.
- OFEM (OBSERVATOIRE DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR LE MARCHÉ), *RAPPORT ANNUEL 2015*.
- PETIT, M. (2004), « Emergence of a French Regional Exchange: Lille Stock Exchange in the 19th century », document de travail.

- RAJAN, R. G., ZINGALES, L. (2003), « The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century », *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50.
- REVEST, V., SAPIO, A. (2012), « Financing technology-based small firms in Europe: what do we know? », *Small Business Economics*, 39(1), 179-205.
- REVEST, V., SAPIO, A. (2014), « L'Alternative Investment Market : un modèle pour le financement des petites et moyennes capitalisations ? », *Revue d'économie financière*, 2, 167-188.
- ROMÉY, C. (2007), « L'organisation de la Bourse de Paris », in P.-C. Hautcoeur (dir.), *Le marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle. Tome 1. Récit* (pp. 47-108), Paris, Publications de la Sorbonne.
- RIVA, A. (2012), « Aux sources de l'histoire boursière régionale : les archives de la Compagnie des Agents de Change de Lyon », *Entreprises et histoire*, 67(2), 148-150.
- RIVA, A., ZAIM, M., DUVIGNEAU, M. (2011). *La Compagnie des Agents de change de Lyon. Répertoire détaillé. Fonds 161 J 1-243*, Archives départementales du Rhône ([http://viewer1.cg69.mnesys.fr/accounts/mnesys\\_cg69/datas/medias/IR\\_pour\\_internet/161%20J.pdf](http://viewer1.cg69.mnesys.fr/accounts/mnesys_cg69/datas/medias/IR_pour_internet/161%20J.pdf)).
- SIEGFRIED, J., LÉVY, R.-G. (1890), *Du relèvement du marché financier français*, Paris, Chaix et Guillaumin.
- WALDMANN, A. (1888), *La profession d'agent de change*, Paris, F. Pichon.
- WHITE, E. N. (2007), « The Crash of 1882 and the Bailout of the Paris Bourse », *Cliometrica*, 1(2), 115-144.
- WHITE, E. N. (2013), « Competition among the exchanges before the SEC: was the NYSE a natural hegemon? », *Financial History Review*, 20(1), 29-48.

## ANNEXE 1. SOURCES ET MÉTHODE DE RELEVÉ

Les données relatives à la Bourse de Paris ont fait l'objet d'un travail approfondi dans le cadre de l'Équipement d'excellence « Data for Financial History » (Equipex DFIH) porté par l'École d'économie de Paris. Ce travail a permis le croisement des données publiées sur les cotes officielles de cette Bourse, relativement plus renseignées que celles des bourses régionales, et des données publiées sur les annuaires boursiers, les Annuaires de la Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change près de la Bourse de Paris ; Annuaires Desfossés). Pour chaque entreprise cotée, la localisation de son siège est connue. Les données sont en conséquence fiables. Pour la Coulisserie, ce travail vient de commencer : le relevé des cotes de ce marché n'a pas encore pu être croisé avec les données des annuaires boursiers (Annuaires Desfossés). Les données relatives à la Coulisserie souffrent aussi d'une rupture dans les sources utilisées, conséquence de la profonde réorganisation de la place financière de Paris de 1898. Jusqu'en 1898, la Coulisserie n'a qu'une organisation embryonnaire et ne publie pas une cote. Par conséquent, les titres négociés sur ce marché de gré à gré doivent être suivis sur les journaux financiers. Les pages de ces journaux qui y sont consacrées ne portent que le nom du titre (souvent abrégé) et ses prix, sans la « permanence de la ligne » qui caractérise la cote officielle : les rédacteurs peuvent choisir d'insérer dans les pages de leur journal les titres « vedettes » du moment pour satisfaire (ou susciter) les intérêts de leurs lecteurs, sans nécessairement reporter tous les titres négociés. Pour cette période, nous avons ainsi utilisé les relevés des séances de la Coulisserie publiées par la *Cote de la Bourse et de la Banque*, dite aussi « Cote Vidal », l'un des journaux les plus reconnus pour son sérieux. La collection de ce périodique à la Bibliothèque nationale de France est parfois lacunaire. À partir de 1899, en revanche, la Coulisserie formalise son organisation et le Syndicat, nouvellement créé, publie une cote, la *Cote du Marché des Banquiers en Valeurs*<sup>25</sup>, qui, si elle n'est pas identique à la cote officielle, s'en rapproche.

25 Plus précisément, à l'occasion de cette réorganisation, deux Syndicats se forment : le Syndicat des banquiers en valeurs au comptant et le Syndicat des banquiers en valeurs à terme. Nous avons limité notre analyse au marché au comptant. Les valeurs négociées par le Syndicat à terme sont presque toutes également négociées au comptant, les autres étant étrangères.

En ce qui concerne les bourses régionales, l'impossibilité de croiser systématiquement les données publiées sur les cotes avec celles publiées sur les annuaires crée une incertitude non négligeable. Les cotes des bourses régionales représentent un cas intermédiaire entre celles de la Bourse de Paris et les journaux financiers quant aux informations publiées et à leur organisation. Nous avons eu l'opportunité de consulter le fonds du SEEF du Crédit Lyonnais, conservé aujourd'hui au Graduate Institute of International and Development Studies de Genève : les lacunes dans les séries et le très mauvais état de conservation de certains volumes où les cotes sont reliées expliquent, comme pour la Coulisserie, l'absence d'information pour des bourses à certaines années et le décalage des dates pour d'autres. En outre, nous avons trouvé la « deuxième partie » de la cote seulement pour les Bourses de Lyon, Marseille et Toulouse et pour un nombre limité d'années, alors qu'elle est entièrement recensée pour la Bourse de Paris<sup>26</sup>.

Pour déterminer le nombre d'entreprises françaises cotées en Coulisserie et aux bourses régionales, nous avons procédé de la sorte : puisque les bourses considèrent comme françaises les sociétés ayant leur siège en France, lorsque la distinction entre titres français et étrangers était indiquée, nous n'avons considéré que les premiers. Pourtant, certaines cotes régionales et les journaux financiers ne reportent pas cette distinction ou ne le font que tardivement, sans doute à cause de la faible présence de titres étrangers pour les premières, ou parce que la distinction est *a priori* connue (ou considérée comme sans intérêt) pour les investisseurs. Sans le croisement avec les annuaires boursiers, il devient alors difficile de distinguer entre entreprises françaises et étrangères, les noms des titres étant systématiquement indiqués en français. Pour ces cotes et journaux, en cas de doute, nous avons considéré comme étrangères les entreprises dont la valeur nominale des titres ou les dividendes étaient exprimés en devise étrangère. Par ailleurs, une entreprise peut demander la cotation en bourse de différents titres. Nous avons considéré une entreprise cotée si et seulement si ses actions ordinaires ou privilégiées étaient admises à

---

26 Plus précisément, les bourses régionales publient souvent la deuxième partie de la cote à la suite de la cote officielle, mais ne reportent sur celles-ci que les titres négociés le jour auquel la cote se réfère, c'est-à-dire une portion congrue des titres admis à cette deuxième partie. Même à Paris, certains titres admis à cette deuxième partie ne sont pas cotés pendant plusieurs mois consécutifs.

la cote. Nous avons ainsi exclu toutes les entreprises dont sont cotées uniquement les parts de fondateur, les parts bénéficiaires, les actions de jouissance ou les obligations. Ces cas sont possibles seulement pour la Coullisse et les bourses régionales puisqu'à la Bourse de Paris, une entreprise doit d'abord faire coter ses actions ordinaires pour ensuite faire admettre les autres classes de titres.